

المعهد العربي للتخطيط بالكويت
Arab Planning Institute - Kuwait
منظمة عربية مستقلة



تذبذب أسواق الأوراق المالية

سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الدول العربية
العدد الرابع والتسعون - يونيو/ حزيران 2010 - السنة التاسعة

أهداف «جسر التنمية»

إن إتاحة أكبر قدر من المعلومات والمعارف لأوسع شريحة من أفراد المجتمع، يعتبر شرطاً أساسياً لجعل التنمية قضية وطنية يشارك فيها كافة أفراد وشرائح المجتمع وليس الدولة أو النخبة فقط. كذلك لجعلها نشاطاً قائماً على المشاركة والشفافية وخاضعاً للتقييم وللمساءلة.

وتأتي سلسلة «جسر التنمية» في سياق حرص المعهد العربي للتخطيط بالكويت على توفير مادة مبسطة قدر المستطاع للقضايا المتعلقة بسياسات التنمية ونظرياتها وأدوات تحليلها بما يساعد على توسيع دائرة المشاركين في الحوار الواجب إثارته حول تلك القضايا حيث يرى المعهد أن المشاركة في وضع خطط التنمية وتنفيذها وتقييمها من قبل القطاع الخاص وهيئات المجتمع المدني المختلفة، تلعب دوراً مهماً في بلورة نموذج ومنهج عربي للتنمية يستند إلى خصوصية الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية والمؤسسية العربية، مع الاستفادة دائماً من التوجهات الدولية وتجارب الآخرين.

والله الموفق لما فيه التقدم والإزدهار لأمتنا العربية،،،

د. عيسى محمد الغزالي
مدير عام المعهد العربي للتخطيط بالكويت

المحتويات

أولاً: مقدمة 2
ثانياً: العوامل الداخلية 2
ثالثاً: الترابط الإقليمي والعوامل الخارجية 5
رابعاً: تقييم المخاطر 6
خامساً: الخاتمة 8
المراجع 10

تذبذب أسواق الأوراق المالية

إعداد : د. إبراهيم أونور

أولاً : مقدمة

لتحليل تذبذب أسواق الأوراق المالية، فإنه ينبغي التعرف في البداية على مصادر التذبذب بغية معرفة مدى إرتباط هذه التذبذبات بعوامل غير أساسية ذات صلة بالمضاربات التي يقوم بها كبار المستثمرين. بما أن أسواق الأسهم تلعب دوراً أساسياً في توزيع مدخرات القطاع الخاص بين القطاعات الإنتاجية في الاقتصاد القومي، وبالتالي فإنها تمثل إحدى أهم القنوات التي توفر الاحتياجات التمويلية للمنشآت الاقتصادية بأقل تكلفة ومخاطر تمويل أقل، يمكن القول أن ارتفاع تذبذب أسعار الأسهم نتيجة لمؤشرات غير أساسية يسهم في ارتفاع مخاطر تمويل القطاعات الإنتاجية عبر سوق المال.

بالرغم من التطورات التنظيمية والرقابية التي شهدتها معظم الأسواق العربية خلال السنوات الخمس الماضية، إلا أن مستوى التذبذب أو عدم استقرار أسعار الأسهم في الأسواق العربية، خاصة الخليجية منها، قد أصبح موضوع تساؤل ومصدر خوف وقلق من المستثمرين والجهات الرقابية لهذه الأسواق على حد سواء، علماً بأن تزايد التذبذب في أسعار الأسهم يسهم في إرباك المستثمرين والشركات المصدرة للأسهم على حد سواء، وذلك نتيجة لصعوبة التنبؤ بالعوائد الرأسمالية للاستثمار في الأسهم. انطلاقاً من هذه الرؤية، فإن هذا العدد من جسر التنمية يهتم بتحديد مصادر تذبذب أسواق الأسهم الخليجية، وذلك بغية التعرف على حجم مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

في ما يلي سيتم تناول موضوع تحليل التذبذب من خلال ثلاثة مصادر أساسية لتذبذب أسعار الأسهم الخليجية، وهي:

1. عوامل داخلية ذات صلة بنوعية المستثمرين بالسوق.
2. عوامل إقليمية مرتبطة بالتكامل المشترك بين الأسواق الخليجية.
3. عوامل خارجية ذات صلة بمدى ارتباط الأسواق الخليجية بالأسواق الخارجية.

وبما أن التذبذب يمثل معياراً لقياس مخاطر الاستثمار في أسواق الأسهم، سيتم تناول موضوع مخاطر الاستثمار في الأسواق الخليجية في الجزء الأخير من العدد.

ثانياً : العوامل الداخلية

شهدت أسواق الأسهم الخليجية خلال الأعوام الخمس الماضية مجموعة من التطورات الهامة، حيث واصلت الهيئات الرقابية للبورصات

الخليجية العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية، ووضع معايير مهنية للوسطاء ووكلائهم وتطبيقها بما يتفق مع توفير الشفافية، والتأكد من عدالة متطلبات الإدراج وقواعد التداول، بحيث يسهم كل ذلك في كفاءة أداء هذه الأسواق من حيث نشر المعلومات الصحيحة في أوقاتها المناسبة. كما شملت التدابير التي اتخذتها أسواق الأسهم الخليجية تحسين المناخ الاستثماري وتشجيع دخول المستثمر الأجنبي، وتحسين إجراءات وشروط إدراج الأوراق المالية في الأسواق، وتنظيم عمليات اكتتاب الشركات المساهمة، وتطوير الإجراءات المتعلقة بالأنظمة والقوانين المعتمدة بهدف الارتقاء بمستويات الإفصاح وتعزيز مستوى وعي المستثمرين بالمخاطر، وإلزام الشركات بالعمل على تقديم كافة البيانات بما يساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية. كذلك عمدت بعض الأسواق إلى استكمال المنظومة التشريعية للسوق المالية من خلال وضع أسس ومعايير سليمة لتطوير أداء صناديق الاستثمار، وإصدار لوائح لحوكمة الشركات، بهدف تعزيز الثقة بالسوق وزيادة جاذبية الأوراق المالية المتداولة فيها.

شهدت أسواق الأسهم الخليجية خلال الأعوام الخمس الماضية مجموعة من التطورات الهامة حيث واصلت الهيئات الرقابية للبورصات الخليجية في العمل على وضع معايير متطلبات الشفافية.

وبالرغم من ذلك، فقد شهدت الأسواق الخليجية خلال الأعوام الثلاثة الماضية تذبذباً حاداً في أسعار الأسهم، تزامن مع ارتفاع أسعار النفط وزيادة السيولة في إقتصاديات المنطقة. ولتحليل العوامل الداخلية التي تسهم في ازدياد تذبذب الأسواق المالية، فإن ذلك يتطلب التعرف على كيفية عمل الأسواق الخليجية، وذلك لتوضيح دور وطبيعة المشتركين في عمليات التداول.

دور المتعاملين في السوق

تشير الأدبيات المهتمة بهذا الجانب من تحليل تذبذب أسواق المال إلى أهمية الدور الذي يمكن أن تلعبه تركيبة وطبيعة المتعاملين في الأوراق المالية. وفي هذا الصدد، يقسم المتعاملون في الأوراق المالية إلى ثلاثة أصناف، وهم:

1. مجموعة المطّلعين على معلومات غير متاحة للآخرين في ما يخص أداء الشركات وأخبار السوق[1].
2. مجموعة صنّاع السوق الذين يحاولون التأثير على أداء السوق من خلال الشراء والبيع المنتظم.
3. مجموعة المضاربين أو المتعاملين الصاخبين، وهم الذين يعتمدون على شائعات ومعلومات غير ذات صلة بالقيمة العادلة لأسعار الأسهم أثناء بيعهم أو شرائهم للأسهم. يتأثر حجم تذبذب أسعار الأسهم إلى حد كبير بمدى تأثير هذه المجموعة على اتجاه أسعار الأسهم.

يعتقد العديد من الباحثين في مجال أسواق رأس المال أن المتداولين الأفراد هم مصدر التداول الصاخب وذلك نسبة لعدم اهتمام الأفراد بالتحليل وعدم التحري في دقة المعلومات التي يتداولونها خلال عمليات البيع والشراء.

يعتقد العديد من الباحثين في مجال أسواق رأس المال أن المتداولين الأفراد هم مصدر التداول الصاخب، وذلك لعدم إهتمام الأفراد بالتحليل وعدم التحري في دقة المعلومات التي يتداولونها خلال عمليات البيع والشراء، وذلك عكس المستثمر المؤسسي الذي يستخدم التحليل ودقة المعلومات المتاحة أثناء عمليات الشراء والبيع في السوق.

وبإلقاء نظرة على تركيبة المتداولين في بعض أسواق الأسهم الخليجية (الجدول 1)، فإنه يمكن إستنتاج أن دور المستثمر المؤسسي يعتبر ضئيلاً مقارنة بدور المستثمر الفرد في عمليات البيع والشراء.

جدول (1): تركيبة المتداولين في الأسواق الخليجية – شهر أكتوبر 2008

	شراء أفراد (%)	شراء مؤسسات (%)	بيع أفراد (%)	بيع مؤسسات (%)
الكويت	55.6	44.4	65	35
السعودية	88	12	88	12
دبي	73	27	64	36.0
قطر	78	22	62.4	37.6

المصدر: المواقع الالكترونية لأسواق الأسهم

طبيعة أوامر البيع والشراء

كذلك فإنه من العوامل المؤثرة على تذبذب أسعار الأسهم طبيعة أوامر البيع والشراء في أسواق الأسهم. فمن المعلوم أن هناك نوعان من نماذج التداول. نموذج التداول الذي يعتمد أوامر صناع السوق أو متعاملين متخصصين[2] في تنفيذ عمليات البيع والشراء، ونموذج التداول الذي تحركه أوامر البيع والشراء[3] لكل المتعاملين في السوق، دون حصرها على صنّاع السوق. بالنسبة لنموذج صنّاع السوق، فإن الأسعار تحدد وفقاً لأوامر البيع والشراء التي يحددها صنّاع السوق أو الوكلاء المخولون بالتعامل في عمليات البيع والشراء. بينما في نموذج التداول الذي تحركه أوامر البيع والشراء، فإن كل أوامر البيع والشراء تعرض ضمن أوامر السوق، وبالتالي فإن تحديد الأسعار لا يقتصر فقط على صنّاع السوق، بل تشمل المتعاملين في السوق بما فيهم الأفراد. عموماً، يتوقع أن يكون تأثير المضاربات والشائعات أقوى في الأسواق التي تعمل وفق نموذج التداول الذي

تحركه أوامر البيع والشراء، كما هو الحال في أسواق الأسهم الخليجية.

ارتفاع درجة تركيز التداول

كذلك فإن من أسباب ارتفاع تذبذب أسواق الأسهم الخليجية تركيز التداول في أسهم شركات محدودة، مقارنة بالعدد الكلي للشركات المدرجة في السوق. وتعاني كل البورصات العربية من انخفاض عدد الشركات الواعدة ذات الأسهم المجزية، الأمر الذي يحصر التداول في أسهم شركات محدودة للغاية. ويوضح الجدول رقم (2) أن نسبة التداول لأعلى ست شركات في كل سوق قد تراوحت بين أعلى قيمة لها سجلت في سوق أبوظبي وبلغت نسبة التركيز حوالي 78% وأدنى قيمة لها سجلت في سوق مسقط وبلغت 50%، وذلك لعام 2008. وتدل النسبتان الأعلى والأدنى على درجة عالية من تركيز التداول.

ترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصادات الخليجية وتركزها في قطاعات محدودة.

جدول (2): نسبة التداول لأعلى ست شركات

السوق	نسبة التركيز (%) أغسطس 2008
السوق السعودي	64
سوق مسقط	50
بورصة الكويت	52
سوق دبي المالي	76
سوق أبوظبي	78

المصدر: المواقع الالكترونية للأسواق

ترجع أهم أسباب ارتفاع درجة تركيز التداول إلى ضيق حجم الاقتصادات الخليجية وتركيزها في قطاعات محدودة. ومن الممكن توسيع نطاق التداول في الأسواق الخليجية بتهيئة الظروف المساعدة للإدراج المشترك للشركات في هذه الأسواق توطئة لإنشاء بورصة خليجية مشتركة.

ثالثاً: الترابط الإقليمي والعوامل الخارجية

تؤكد نتائج الأبحاث المنشورة في هذا المجال وجود تكامل مشترك بين أسعار بورصات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الأمر الذي يؤكد أهمية تأثير المستجدات الإقليمية على أداء هذه البورصات، هذا إلى جانب ارتباط أداء بورصات دول المجلس بحركة أسعار النفط العالمية في المدى المتوسط، ولكن سير الأسعار في المدى

القريب (أي الأداء اليومي والأسبوعي) يتأثر بدرجة كبيرة بالتوقعات وعامل المضاربات غير المرتبط بأساسيات اقتصاديات المنطقة[4].

عموماً يتوقع زيادة دور العامل الإقليمي في تأثيره على ذبذبة أسعار الأسهم الخليجية بازدياد التكامل الاقتصادي لدول مجلس التعاون الذي خطى خطوات متقدمة في الآونة الأخيرة.

لقد أوضح حجم التذبذب الذي مرت به أسواق الأسهم الخليجية خلال الأزمة المالية الراهنة أن مستوى ردود أفعال هذه الأسواق لمستجدات الرهن العقاري وما تبعه من أزمات مالية للأسواق الأمريكية والأوربية خلال عام 2008 كان أكبر بكثير من حجم ارتباط الأسواق الخليجية بالأسواق العالمية.

وللدلالة على مبالغة ردود أفعال أسواق الخليج للأحداث العالمية، فإنه يمكن الإشارة إلى أنه حينما خسرت مؤشرات داو جونز وناسداك الأمريكية حوالي 32% و 34% على التوالي خلال عامي 2007 و2008 نتيجة لتداعيات أزمة الرهن العقاري، فقد كان مستوى الخسائر لمؤشرات سوقي الكويت والسعودية في حدود 25% و 44% على التوالي في نفس الفترة. ومن جهة أخرى يلاحظ أن تباين عائدات الأسهم بالنسبة للسوق السعودي والسوق الكويتي لشهري سبتمبر وأكتوبر في عام 2008 قد بلغا حوالي 20 و 10 أضعاف تباين العوائد لنفس الأشهر في عام 2007، في حين لم يتعدى تباين العوائد للسوق الأمريكي ناسداك 15 ضعفاً لنفس الفترة المذكورة.

تبين هذه المعطيات مدى قوة تأثير العوامل الخارجية في حركة أسعار الأسهم العربية، خاصة الخليجية منها، الأمر الذي يوضح الدور الفاعل للعوامل الخارجية.

توضح الأدبيات المنشورة عموماً (أونور (2010)) أن تأثير الأسواق الأمريكية على الأسواق الخليجية غير متماثل، حيث أن أسواق الأسهم الخليجية تتأثر سلباً فقط بالهزات الكبيرة التي تعصف السوق الأمريكي دون التأثر بالهزات الصغيرة التي تمر بها من فترة لأخرى، كما أنها لا تتأثر بالتطورات الإيجابية في السوق الأمريكي.

من أهم أسباب التذبذبات الشديدة في عوائد أسهم هذه الأسواق ضعف ارتباطها بأساسيات اقتصاديات المنطقة وذلك بسبب هيمنة الشائعات والمعلومات غير الأساسية في تأثيرها على اتجاه الأسعار

رابعاً: تقييم المخاطر

تتسم الأسواق الخليجية، كبقية الأسواق الناشئة، بحدة التقلبات الشديدة وحساسيتها المفرطة للأحداث السياسية والاقتصادية التي تمر بها المنطقة من فترة لأخرى. فمن أهم أسباب التذبذبات الشديدة في عوائد أسهم هذه الأسواق ضعف ارتباطها بأساسيات إقتصاديات المنطقة، وذلك بسبب هيمنة الشائعات والمعلومات غير أساسية في تأثيرها على اتجاه الأسعار. توضح نتائج بعض الأبحاث المنشورة (أونور (2010)) أن العوامل الأساسية تمثل فقط حوالي 15%

من مصادر التذبذب اليومي لأسعار الأسهم في الأسواق الخليجية، بينما يرجع حوالي 85% منها للمؤشرات غير الأساسية مثل الشائعات والمضاربات. ومن أسباب تزايد التقلبات في أسعار الأسهم ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في البورصات الخليجية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في البورصات عموماً يقلل من تأثير العوامل غير الأساسية في تسعير الأسعار، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

وفي ما يخص مستوى المخاطر مقاساً بمعامل التباين (بمعنى الانحراف المعياري لعائد السهم مقسوماً على القيمة المطلقة لمتوسط العائد خلال فترة المشاهدة)، يوضح الجدول رقم (3) نتائج حول تقييم المخاطر في أسواق رأس المال الخليجية للفترة 4 مايو عام 2009 إلى 22 ديسمبر من نفس العام. ويمكن ملاحظة أن عائد السهم، الذي يحسب مستوى المخاطر بدلالته، يعرف بأنه الفرق في الأسعار بين فترتين متتاليتين خلال فترة المشاهدة تحت الدراسة.

جدول (3): تقييم المخاطر في أسواق رأس المال الخليجية: 2009

السوق	أعلى عائد (1)	أدنى عائد (2)	مؤشر التذبذب	
			المدى (1) ناقص (2)	معامل التباين
السعودية	217.5	-214.9	432.4	13.6
الكويت	142.7	-289.4	432.1	21.3
أبوظبي	263.1	-148.8	411.8	31.5
دبي	203.1	-120.9	324.1	37.8
البحرين	31.9	-32.6	64.5	10.8
مسقط	252.5	-246.4	498.9	9.9
الدوحة	390.4	-584.5	974.9	15.8

*يمثل عائد السهم الفرق بين الأسعار بين كل فترتين متتاليتين.

ويتضح من الجدول رقم (3) أن أعلى المخاطر خلال الفترة تحت الدراسة قد تحققت في سوق دبي، حيث بلغ معامل التباين حوالي 38، وسوق أبوظبي بمعامل تباين بلغ حوالي 32، وأن أدنى درجة للمخاطر قد سجلت لسوق مسقط بمعامل تباين بلغ حوالي 10، وسوق البحرين بمعامل تباين بلغ حوالي 11.

خامساً : الخاتمة

على ضوء ما تقدم، يمكن حصر أهم أسباب التقلبات الحادة في أسعار البورصات الخليجية بما يلي:

1. تركيز التداول في أسهم محدودة مع عدم ارتباط الأسعار بالأداء الفعلي للشركات. حيث أن تأثير العوامل غير الأساسية مثل الشائعات والمعلومات غير الحقيقية يمثل حوالي 85% من حركة الأسعار في بورصات دول مجلس التعاون لدول الخليج العربية، الأمر الذي يدعم عدم فعالية هذه الأسواق في تسعير الأوراق المالية المتداولة.
2. إعتماد الشركات في معظم الدول العربية على التمويل الخارجي المتمثل في القروض وإصدار مزيد من الأسهم، بدلاً عن الاعتماد على مصادر داخلية كالأرباح المحتجزة. هذا النوع من النمط التمويلي المتمثل في زيادة إصدار أسهم جديدة والقروض الخارجية أو ما يسمى الرفع المالي، من شأنه أن يؤدي إلى زيادة حدة التقلب في ربحية السهم وبالتالي في قيمته السوقية.
3. ومن أسباب زيادة التقلبات في الأسواق العربية، ضآلة الدور الذي يلعبه المستثمر المؤسسي في البورصات العربية، حيث يرى البعض أن ارتفاع نسبة مساهمة المستثمر المؤسسي في البورصات يقلل من تأثير العوامل الغير الأساسية في تسعير الأسعار، وذلك لتبني المستثمر المؤسسي المنهجية العلمية عند اتخاذ قرار الشراء أو البيع لورقة مالية.

الهوامش

(1) مجموعة المطلعين ترجمة لتعبيرInsider Traders.

(2) أوامر صناع السوق أو متعاملين متخصصين ترجمة لتعبير(Quote Driven Market).

(3) أوامر البيع والشراء لكل المتعاملين ترجمة لتعبير(Order Driven Market) .

(4) من أهم تداعيات زيادة التكامل المشترك بين أسواق رأس المال زيادة فرص إنتقال العدوى بين أسواق المال، وعليه فقد كان من الطبيعي تأثر أسواق الخليج سلباً بالهبوط المفاجيء الذي لازم سوق دبي المالي عقب إعلان مديونية أكبر شركات العقار المدرجة في سوقي دبي وأبوظبي الماليين في شهر نوفمبر من عام 2009.

المراجع الانجليزية

Ibrahim Onour (2010),”Extreme Risk and Fat-tail Distribution Model: Emperical Analysis” Journal of Money, Investment and Banking (Forthcoming), (Eurojournals).

Ibrahim Onour (2009), “ Financial Integration of GCC Capital Markets: Evidence of Nonlinear Cointegration “Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 2009, Vol.1, No.3,pp 251265-.(Inderscience) http://www.inderscience.com/browse/ index.php?journalID=214&year=2009&vol=1&issue=3

Ibrahim Onour (2010), “Decomposing Fundamental and Nonfundamental Volatility in GCC Stock Markets” International Journal of Monetary Economics and Finance , forthcoming in 2010, Vol.3, issue No.1, pp.1 -12. (Indercience)

Ibrahim Onour (2009), “Volatility Transmission Across GCC Markets” Journal of Development and Economic Policy , Vol. 11, No.1, Jan. 2009.(API) http://www.arab-api.org/jodep/jodep111.htm

Ibrahim Onour (2008), “Forecasting Volatility in GCC Emerging Markets:The Predictive Power of Alternative Models”, Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, 2008, vol. 1, issue 2, pp.129139-.(Inderscience) http://www.inderscience. com/browse/index.php?journalID=214&year=2008&vol=1&issue=2

Ibrahim Onour (2008), “What Drive Short-term GCC Stock Market Returns? Empirical Evidence From Fat-tailed Distribution”, Afro-Asian Journal of Finance and Accounting, Vol. 1, issue 1, 2008, pp., 17 –25.(Inderscience). http://www.inderscience.com/browse/index.php?journalID 214&year=2008&vol=1&issue=1

قائمة إصدارات ((جسر التنمية))

العنوان	المؤلف	رقم العدد
مفهوم التنمية	د. محمد عدنان وديع	الاول
مؤشرات التنمية	د. محمد عدنان وديع	الثاني
السياسات الصناعية	د. أحمد الكواز	الثالث
الفقر: مؤشرات القياس والسياسات	د. علي عبدالقادر علي	الرابع
الموارد الطبيعية واقتصادات نفاذها	أ. صالح العصفور	الخامس
استهداف التضخم والسياسة النقدية	د. ناجي التوني	السادس
طرق المعاينة	أ. حسن الحاج	السابع
مؤشرات الارقام القياسية	د. مصطفى بابكر	الثامن
تنمية المشاريع الصغيرة	أ. حسّان خضر	التاسع
جداول المخلات المخرجات	د. أحمد الكواز	العاشر
نظام الحسابات القومية	د. أحمد الكواز	الحادي عشر
إدارة المشاريع	أ. جمال حامد	الثاني عشر
الاصلاح الضريبي	د. ناجي التوني	الثالث عشر
أساليب التنبؤ	أ. جمال حامد	الرابع عشر
الادوات المالية	د. رياض دهال	الخامس عشر
مؤشرات سوق العمل	أ. حسن الحاج	السادس عشر
الإصلاح المصرفي	د. ناجي التوني	السابع عشر
خصخصة البنى التحتية	أ. حسّان خضر	الثامن عشر
الارقام القياسية	أ. صالح العصفور	التاسع عشر
التحليل الكمي	أ. جمال حامد	العشرون
السياسات الزراعية	أ. صالح العصفور	الواحد والعشرون
اقتصاديات الصحة	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والعشرون
سياسات أسعار الصرف	د. بلقاسم العباس	الثالث والعشرون
القدرة التنافسية وقياسها	د. محمد عدنان وديع	الرابع والعشرون
السياسات البيئية	د. مصطفى بابكر	الخامس والعشرون
اقتصاديات البيئة	أ. حسن الحاج	السادس والعشرون
تحليل الاسواق المالية	أ. حسّان خضر	السابع والعشرون
سياسات التنظيم والمنافسة	د. مصطفى بابكر	الثامن والعشرون
الازمات المالية	د. ناجي التوني	التاسع والعشرون
إدارة الديون الخارجية	د. بلقاسم العباس	الثلاثون
التصحيح الهيكلي	د. بلقاسم العباس	الواحد والثلاثون
نظم البناء والتشغيل والتحويل B.O.T	د. امل البشبيشي	الثاني والثلاثون
الاستثمار الاجنبي المباشر: تعاريف	أ. حسّان خضر	الثالث والثلاثون
محددات الاستثمار الاجنبي المباشر	د. علي عبدالقادر علي	الرابع والثلاثون
نمذجة التوازن العام	د. مصطفى بابكر	الخامس الثلاثون
النظام الجديد للتجارة العالمية	د. أحمد الكواز	السادس الثلاثون
منظمة التجارة العالمية: إنشاؤها وآلية عملها	د. عادل محمد خليل	السابع والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: أهم الإتفاقيات	د. عادل محمد خليل	الثامن والثلاثون
منظمة التجارة العالمية: آفاق المستقبل	د. عادل محمد خليل	التاسع والثلاثون
النمذجة الإقتصادية الكلية	د. بلقاسم العباس	الاربعون
تقييم المشروعات الصناعية	د. أحمد الكواز	الواحد الإربعون
مؤسسات والتنمية	د. عماد الامام	الثاني الإربعون
التقييم البيئي للمشاريع	أ. صالح العصفور	الثالث الإربعون
مؤشرات الجدارة الإئتمانية	د. ناجي التوني	الرابع الاربعون

الدمج المصرفي	أ. حسّان خضر	الخامس الأربعون
اتخاذ القرارات	أ. جمال حامد	السادس الاربعون
الإرتباط والانحدار البسيط	أ. صالح العصفور	السابع الإربعون
ادوات المصرف الإسلامي	ا. حسن الحاج	الثامن الإربعون
البيئة والتجارة والتنافسية	د. مصطفى بابكر	التاسع الاربعون
الاساليب الحديثة لتنمية الصادرات	د. مصطفى بابكر	الخمسون
الاقتصاد القياسي	د. بلقاسم العباس	الواحد والخمسون
التصنيف التجاري	أ. حسّان خضر	الثاني والخمسون
أساليب التفاوض التجاري الدولي	ا. صالح العصفور	الثالث والخمسون
مصفوفة الحسابات الاجتماعية وبعض استخداماتها	د. أحمد الكواز	الرابع والخمسون
منظمة التجارة العالمية: من الدوحة إلى هونج كونج	د. أحمد طلفاح	الخامس والخمسون
تحليل الاداء التنموي	د. علي عبد القادر علي	السادس والخمسون
أسواق النفط العالمية	ا. حسّان خضر	السابع والخمسون
تحليل البطالة	د. بلقاسم العباس	الثامن والخمسون
المحاسبة القومية الخضراء	د. احمد الكواز	التاسع والخمسون
مؤشرات قياس المؤسسات	د. علي عبدالقادر علي	الستون
الإنتاجية وقياسها	د. مصطفى بابكر	الواحد والستون
نوعية المؤسسات والاداء التنموي	د. علي عبدالقادر علي	الثاني والستون
عجز الموازنة: المشكلات والحلول	د. حسن الحاج	الثالث والستون
تقييم برامج الإصلاح الاقتصادي	د. علي عبد القادر علي	الرابع والستون
حساب فجوة الاهداف الإنمائية للألفية	د. رياض بن جليلي	الخامس والستون
مؤشرات قياس عدم العدالة في توزيع الإنفاق الاستهلاكي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والستون
اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات	أ. عادل عبدالعظيم	السابع والستون
اقتصاديات التعليم	د. عدنان وديع	الثامن والستون
اخفاق آلية الاسواق وتدخل الدولة	د. أحمد الكواز	التاسع والستون
مؤشرات قياس الفساد الإداري	د. علي عبدالقادر علي	السبعون
السياسات التنموية	د. احمد الكواز	الواحد والسبعون
تمكين المرأة: المؤشرات والأبعاد التنموية	د. رياض بن جليلي	الثاني والسبعون
التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي	د. احمد الكواز	الثالث والسبعون
قياس التحوّل الهيكلي	أ. ربيع نصر	الرابع والسبعون
المؤشرات المركبة	د. بلقاسم العباس	الخامس والسبعون
التطورات الحديثة في الفكر الاقتصادي التنموي	د. علي عبدالقادر علي	السادس والسبعون
برامج الإصلاح المؤسسي	د. رياض بن جليلي	السابع والسبعون
المساعدات الخارجية من أجل التنمية	د. بلقاسم العباس	الثامن والسبعون
قياس معدلات العائد على التعليم	د. علي عبدالقادر علي	التاسع والسبعون
خصائص أسواق الأسهم العربية	د.ابراهيم أونور	الثمانون
التجارة الخارجية والتكامل الاقتصادي الإقليمي	د.أحمد الكواز	الواحد والثمانون
النمو الاقتصادي المحابي للفقراء	د.علي عبدالقادر علي	الثاني والثمانون
سياسات تطوير القدرة التنافسية	د. رياض بن جليلي	الثالث والثمانون
عرض العمل والسياسات الاقتصادية	د. وشاح رزاق	الرابع والثمانون
دور القطاع التمويلي في التنمية	د. وليد عبد مولاه	الخامس والثمانون
تطور أسواق المال والتنمية	د. إبراهيم أونور	السادس والثمانون
بطالة الشباب	د. وليد عبد مولاه	السابع والثمانون

الاستثمارات البينية العربية	د. بلقاسم العباس	الثامن والثمانون
فعالية أسواق الاسهم العربية	د. إبراهيم أونور	التاسع والثمانون
المسئولية الاجتماعية للشركات	د. حسين الاسرج	التسعون
البنية الجزئية لاسواق الاوراق المالية	د. وليد عبد مولاه	الواحد والتسعون
مناطق التجارة الحرة	د. احمد الكواز	الثاني والتسعون
تنافسية المنشات الصغيرة والمتوسطة: الخصائص والتحديات	د. رياض بن جليلي	الثالث والتسعون
تذبذب أسواق الاوراق المالية	**د. إبراهيم أونور**	**الرابع والتسعون**

العدد المقبل

الإمكانيات التكنولوجية والنمو الاقتصادي	**د. محمد أبو السعود**	**الخامس والتسعون**

للاطلاع على الأعداد السابقة يمكنكم الرجوع إلى العنوان الإلكتروني التالي:

http://www.arab-api.org/develop_1.htm


Arab Planning Institute - Kuwait

P.O.Box : 5834 Safat 13059 State of Kuwait
Tel : (965) 24843130 - 24844061 - 24848754
Fax : 24842935



المعهد العربي للتخطيط بالكويت

ص.ب : 5834 الصفاة 13059 - دولة الكويت
هاتف : 24848754 - 24844061 - 24843130 - (965)
فاكس : 24842935

E-mail : api@api.org.kw
web site : http //www.arab-api.org